

Morning Meeting Brief

Strategy

26년 세제개편안, 증시에는 어떤 영향이?

- 26년 세제개편안 정부안 확정, 3일 정기국회에 제출
- 증시 측면에서 국내 자본시장으로 유동성 이동, 기업 거버넌스 정상화 초점
- 세제개편안은 한국 증시 수급, 밸류에이션 측면에서 구조적 변화를 모색할 수 있어

이경민. Kyoungmin.lee@daishin.com

[퀀틴전시 플랜] 유가·금리 충격에 외국인·기관 매도 확대, 기타법인 수급도 역부족

- 유가·금리 급등에 밀린 경기·고용 둔화 신호, 긴축 경계감 확대
- 외국인·기관 매도세를 상쇄하지 못한 기타법인 수급
- 대외 불확실성에 투자심리 악화, 반도체·자동차·조선 동반 약세

이경민. Kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] DB 손해보험: 새로운 밸류업 정책으로 확대되는 배당총액 (목표주가 +20% 상향)

- 새롭게 발표한 밸류업 정책으로 별도기준 총 환원을 50%까지 확대
- 포르테그라 인수로 이익 증가, 환원을 확대로 총배당금 '27년 +900억원
- 신계약 경쟁 지양으로 배당재원 확보하려는 노력도 긍정적

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[News & Issue] 알테오젠: 반복되는 기술수출, ALT-B4 가치 재평가

- 목표주가 450,000원으로 9.8% 상향, Novartis 신규 계약 반영
- 연이은 기술수출로 ALT-B4 플랫폼 가치 재평가
- 하반기 Catalyst: Qlex 판매 확대와 후속 임상 본격화

홍가혜. kahye0.hong@daishin.com

[3Q26 Preview] 삼성전기: 3Q 영업이익의 상향. 환율 악재는 상쇄, AI 부품 공급부족 심화

- 3Q26 영업이익은 6,363억원 (44.5% qoq), 추정/컨센서스 상회할 전망
- FC BGA, MLCC에서 AI향 매출 증가, 수주 확대 등 공급부족 심화 지속
- 3Q26 이후, 매출과 영업이익은 분기 기준의 최고를 경신, 향후 반복 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

26년 세제개편안, 증시에는 어떤 영향이?

- 26년 세제개편안 정부안 확정, 3일 정기국회에 제출
- 증시 측면에서 국내 자본시장으로 유동성 이동, 기업 거버넌스 정상화 초점
- 세제개편안은 한국 증시 수급, 밸류에이션 측면에서 구조적 변화를 모색할 수 있어

26년 세제개편안 정부안 확정, 3일 정기국회에 제출

정부는 「2026년 세제개편안」을 9월 1일 국무회의에서 정부안을 확정, 9월 3일 이전 정기국회에 제출한다. 개편안은 "대체불가 대한민국을 위한 경제대도약 지원"을 정책 목표로, ① 잠재성장률 반등 지원, ② 민생·지방 지원, ③ 공정과세를 위한 조세개혁, ④ 세제 합리화·납세편의 제고의 4대 방향으로 구성된다. 2027~2031년 누적 세수효과는 +3조 4,430억 원으로, 종합부동산세 강화(+2조 1,815억 원)가 소득세·법인세 감세를 상쇄하는 구조다.

증시 측면에서 국내 자본시장으로 유동성 이동, 기업 거버넌스 정상화 초점

주식시장 관점에서 이번 개편안은 "국내 자본시장으로의 자금 재배치"와 "기업 밸류에이션·거버넌스 정상화"라는 두 축을 세제로 뒷받침하는 성격이 강하다. 2025년 개편이 "배당을 받는 주주"의 세부담을 손질했다면, 2026년 개편은 "자금이 들어오는 통로(생산적금융)"와 "기업이 주가를 대하는 태도(자사주·주가 누르기)"를 겨냥한다.

주식시장에 영향을 미칠 수 있는 핵심 항목 5가지

- 1) 생산적금융 ISA 신설(수급 채널, 긍정): 국내 상장주식·국내 주식형 펀드·국민성장펀드·BDC 전용에서 이자·배당 소득 전액이 비과세이다. 총 납입한도는 2억 원으로 청년은 납입금 10%를 소득공제받을 수 있다.
- 2) 자기주식 과세체계의 자본거래 일원화(거버넌스 채널, 긍정~중립): 2026년 3월 상법 개정(자사주 1년 내 소각 의무화)과 결합해 "자사주 매입=소각=주식 수 감소"라는 주주환원 공식을 세제 측면에서 완성한다. 법인 자사주 처분소득을 비과세하고, 취득 시 의제배당 과세(장내 취득 제외)한다. 2027.1.1 시행 예정이다.
- 3) 주가 누르기 상장주식 평가방법 개선(밸류에이션 채널, 방향은 긍정이나 불확실성 확대): 장기 저PBR 기업의 최대주주 주식을 최소 30% 할증 평가하는 정부안은 비판 끝에 대통령 재검토 지시로 9.1 정부안에서 제외되었고, 국회 논의로 이관됐다.
- 4) 국내생산세액공제 등 산업 세제(기업이익 채널, 업종 선별적 긍정): 태양광·풍력·이차전지·반도체·핵심소재·AI로봇부품 6개 분야에 생산량 기반 세액공제(2027~2036년, 지방 최대 1.5배 우대)를 신설했다.
- 5) 기업상속공제 재설계·제3자 사업승계 특례(중장기 지배구조 채널): 공제 한도는 최대 1,000억 원으로 확대되나 업종(727개)·경영기간(30년)·심사위원회 등 요건이 대폭 강화되고 토지 공제가 축소된다.

세제개편안은 한국 증시 수급, 밸류에이션 측면에서 구조적 변화를 모색할 수 있어

이번 개편안은 한국증시의 단기 방향을 결정하는 "촉매"라기보다, 국내 증시의 수급 기반과 밸류에이션 규율을 바꾸는 "구조 변수(structural variable)"라고 볼 수 있다.

수급 측면에서도 단기 영향력은 제한적이다. 하지만, 방향 측면에서는 일관되게 "국내 주식 보유·장기투자·배당·자사주 소각"에 유리하다. 고배당주, 저PBR 지주·금융·소재, 그리고 생산세액공제 대상 제조업에 선별적으로 작용할 것이다.

국회 심사의 최대 쟁점은 주가 누르기 방지 기준(상대평가 vs PBR 0.8배 절대기준)과 생산적금융 ISA의 투자대상 범위이다. 이는 27년 2월 시행령에서 확정될 생산세액공제 적격품목이 종목 단위 영향을 좌우할 것이다.

이번 26년 세제개편안이 증시에 미치는 영향보다는 부동산 세제 강화가 자산시장 전반의 유동성 흐름과 투자심리에 미치는 이차 효과가 더 클 수 있다.

유가·금리 충격에 외국인·기관

매도 확대, 기타법인 수급도 역부족

- 유가·금리 급등에 밀린 경기·고용 둔화 신호, 긴축 경계감 확대
- 외국인·기관 매도세를 상쇄하지 못한 기타법인 수급
- 대외 불확실성에 투자심리 악화, 반도체·자동차·조선 동반 약세

유가·금리 급등에 밀린 경기·고용 둔화 신호, 긴축 경계감 확대

미국 8월 ISM 제조업 PMI는 54.6p로 예상치(55.2p)와 이전치(55.6p)를 모두 하회. 7월 JOLTS 구인 건수도 727.1만건으로 집계되며 예상치(733만건)를 하회. 미국 경기와 고용의 둔화 신호는 연준의 금리 인상 가능성을 낮추는 요인

다만 미국이 이란 IRGC 시설에 대규모 추가 공습을 실시하고, 이란도 요르단과 바레인 등에 위치한 미군 시설을 공격하며 군사 충돌 격화. 지정학적 긴장 고조에 국제 유가가 큰 폭으로 상승하며 경제지표의 영향력을 압도. WTI 선물은 90달러를 넘어섰고, 브렌트유 선물도 95달러까지 상승

국제 유가 급등은 인플레이션 우려를 재차 자극하며 주요국 국채 금리 상승 압력으로 작용. 미국채 10년물 금리가 4.8%를 넘어선 가운데, 일본 국채 10년물 금리도 3%를 돌파하며 투자심리 악화. 동시에 CME FedWatch 기준 9월 FOMC 금리 인상 확률이 70%까지 상승하며 긴축 경계감 확대

외국인·기관 매도세를 상쇄하지 못한 기타법인 수급

금일 기타법인은 약 1.7조원 순매수. SK하이닉스의 주주환원 정책 발표 이후 누적 순매수 규모는 15조원 수준으로 확대됐으며, 최근 대외 불확실성 속에서도 증시 하단을 지지하는 수급 요인으로 작용

다만 국제 유가와 주요국 국채 금리 급등으로 외국인과 기관의 매도세가 확대되며 지수 하락을 방어하기에는 역부족. 금일 외국인과 기관은 각각 -1.9조원, -2조원 순매도했으며, 주주환원 발표 이후 누적으로도 각각 -9.8조원, -4조원 순매도

최근 달러-원 환율이 하락 안정화된 점은 외국인 수급에 우호적이지만, 국채 금리 상승에 따른 위험 선호 약화가 부각되며 외국인 순매도 가속화되는 것으로 해석

대외 불확실성에 투자심리 악화, 반도체·자동차·조선 동반 약세

대외 불확실성에 외국인, 기관 순매도 확대되며 업종 대부분 약세 전개

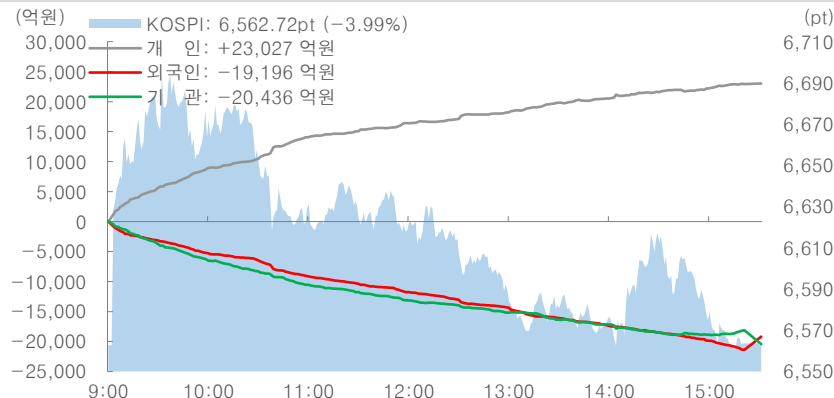
반도체: 삼성전자(-4.0%), SK하이닉스(-4.7%), SK스퀘어(-8.0%)

자동차: 현대차(-5.6%), 기아(-5.2%), 현대모비스(-6.3%), HL만도(-5.9%)

조선: HD현대중공업(-6.8%), 한화오션(-6.7%), HD한국조선해양(-6.8%)

전력기기: HD현대일렉트릭(-7.5%), 효성중공업(-5.2%), LS ELECTRIC(-4.3%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

DB손해보험 (005830)

박혜진

권용수RA

hyejin.park@daishin.com

yongsu.kwon@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

6개월

목표주가

250,000

상향

현재주가

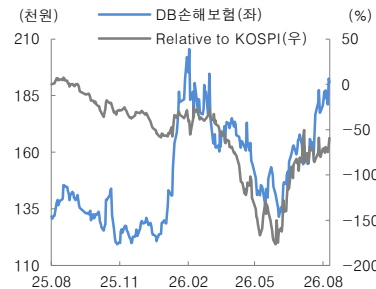
(26.09.02)

190,900

보험업종

KOSPI	6,562.72
시가총액	12,504십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	205,500원 / 119,300원
120일 평균거래대금	386억원
외국인자본율	44.04%
주요주주	김남호 외 14 인 27.57% 국민연금공단 8.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.6	31.2	4.3	37.3
상대수익률	22.2	76.0	-0.8	-33.6



새로운 밸류업 정책으로 확대되는 배당총액

- 새롭게 발표한 밸류업 정책으로 별도기준 총 환원율 50%까지 확대
- 포рте그라 인수로 이익 증가, 환원율 확대로 총배당금 '27년 +900억원
- 신계약 경쟁 지양으로 배당재원 확보하려는 노력도 긍정적

투자의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 상향

포рте그라 인수와 더불어 새롭게 발표된 밸류업정책으로 동사의 총 환원액이 확대될 전망. 보수적으로 가정하여 '27년 900억원, '28년 1,000억원 수준의 배당총액이 늘어날 전망. 뿐만 아니라 신계약 경쟁을 지양하여 CSM훼손, 사업비 증가, 그리고 무엇보다 배당재원을 확보하기 위함은 매우 긍정적. 포рте그라 실적 반영에 따른 '27, '28년 실적추정치 상향, 그리고 이에 상응하는 확대된 배당정책 반영으로 우리는 동사의 목표주가를 기존 200,000원에서 250,000원으로 20% 상향조정하고 투자의견 Buy를 유지함

새로 발표한 밸류업, 확대되는 이익과 상향되는 환원율

동사는 포рте그라 인수 완료 후 밸류업 정책 2.0을 발표, 기존 배당정책에서 향상된 배당정책을 공시. 기존 '28년까지 별도기준 환원율 35%에서 '30년까지 연결기준 환원율 40%, 그리고 별도기준으로는 50%까지 상향 예정. DPS는 매년 10% 이상 증가시킬 계획. '25년말 별도 기준 동사의 배당성향은 29.7%인데, '30년까지 매년 4%씩 환원율이 상승하는 셈이며, 기존 추정 대비로도 매년 2~3% 가량 환원율이 확대됨

또한 K-ICS비율과 더불어 DCR을 활용하여 배당 구간을 설정하였는데, DCR은 Dividend Coverage Ratio로 배당가능이익에서 예상배당금을 나누어 산출. '26년 6월말 기준 동사의 배당가능재원은 2.6조원으로 '26년 우리의 추정 배당금 6,000억원(DPS 10,000원) 적용 시 동 비율은 433%로 200%~400%는 적정구간, 400% 이상은 초과구간으로 추가 배당도 가능한 상황. 다만 해약환급금준비금 증가와 금리 상황에 따라 연말 배당가능재원은 달라지겠지만 반기말 기준으로는 전술한 바와 같이 산출

뿐만 아니라 무리한 신계약 경쟁을 지양(현재 수준 대비 20% 이상 확대)하여 배당가능재원을 늘려나가는 형태로 지속가능한 균형성장을 유지할 예정. 동사는 지난 2분기 실적발표 컨퍼런스콜에서 유지율 상승으로 경상적 CSM조정액이 1,000억원대로 낮아진 점을 피력한 바 있음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,543	1,706	1,784
투자손익	744	1,078	1,078	1,078	1,078
순이익	1,772	1,535	1,846	2,019	2,075
YoY	15.3%	-13.4%	20.3%	9.3%	2.8%
기말 CSM	11,516	11,537	12,621	13,354	14,037
ROE	21.06	15.57	14.64	14.51	13.66
PBR	0.79	0.80	0.91	0.82	0.75
PER	3.74	5.13	6.21	5.68	5.52
DPS	6,800	7,600	10,000	12,000	13,200

자료: DB손해보험, 대신증권 Research Center

알테오젠 (196170)

홍가혜

kahye0.hong@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

450,000

상향

현재주가

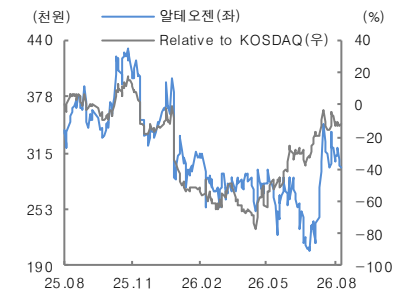
298,500

(26.09.02)

제약업종

KOSDAQ	803.98
시가총액	20,792십억원
시가총액비중	3.61%
자본금(보통주)	35십억원
52주 최고/최저	430,124원 / 206,213원
120일 평균거래대금	1,636억원
외국인지분율	15.46%
주요주주	박순재 외 5 인 20.33% 형인우 외 2 인 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.7	8.7	-4.8	-16.1
상대수익률	12.6	38.7	41.2	-17.2



반복되는 기술수출, ALT-B4 가치 재평가

- 목표주가 450,000원으로 9.8% 상향, Novartis 신규 계약 반영
- 연이은 기술수출로 ALT-B4 플랫폼 가치 재평가
- 하반기 Catalyst: Qlex 판매 확대와 후속 임상 본격화

투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 9.8% 상향

목표주가는 파이프라인별 rNPV를 반영한 DCF 방식으로 산출했으며, 9/2 체결한 Novartis항 ALT-B4 신규 기술이전 계약의 가치를 추가 반영함. 이번 계약은 복수 제품을 대상으로 한 옵션 구조로 세부 Target이 공개되지 않은 만큼, Target별 예상 상업가치와 개발 및 옵션 행사 가능성을 고려해 보수적으로 산정함. 이에 따라 DCF 기준 적정 주식가치를 28.5조원에서 31.4조원으로 조정하며 목표주가를 450,000원으로 상향함. 향후 Target 확정 및 임상 진입이 가시화될 경우 추가적인 가치 상향 여지가 있음.

Novartis도 신규 고객사로 확보, 올해 4번째 ALT-B4 기술이전

동사는 9/2 Novartis와 ALT-B4를 활용한 바이오의약품의 피하주사(SC) 제형 개발 및 상업화를 위한 라이선스 계약을 체결함. 이번 계약을 통해 신규 글로벌 고객사인 Novartis를 확보했으며, 모든 옵션이 행사되고 개발 및 상업화 마일스톤이 달성될 경우 최대 \$3.2bn을 수취 가능함(판매 로열티 별도).

이번 계약은 복수 Target을 대상으로 한 옵션 구조로, 개별 Target 선정 및 옵션행사에 따라 계약가치가 단계적으로 구체화될 전망임. 세부 Target과 개수는 공개되지 않았으나, 복수 제품을 포괄하는 계약 구조라는 점에서 향후 개발 프로그램 확대 가능성을 열어둔 계약으로 판단함.

반복되는 기술수출, 넓어지는 ALT-B4의 적용 범위

이번 계약에서는 ALT-B4의 고객 기반 확대와 적용 모달리티 다변화 가능성에 주목할 필요가 있음. 올해 GSK, Biogen, Novartis 등 글로벌 제약사와 연이은 신규 계약을 체결하며 ALT-B4에 대한 높은 수요가 반복적으로 확인되고 있음. 동시에 적용 범위도 기존 항체약품 중심에서 ADC 및 핵산치료제 등으로 넓어지고 있음. 최근 글로벌 시장에서도 해당 SC 기술을 다양한 모달리티로 확장하려는 시도가 이어지고 있으며, Novartis 역시 복수 모달리티에 대한 ALT-B4의 적용 가능성을 평가한 이후 이번 계약을 체결한 것으로 파악됨. 향후 적용 의약품군이 확대될수록 신규 기술수출 기회와 잠재 시장도 확대될 수 있어 ALT-B4 플랫폼의 기술가치 재평가로 이어질 것으로 판단함.

하반기 Catalyst: Qlex 판매 확대와 후속 임상 본격화

하반기에는 Keytruda Qlex의 처방 확대에 따라 판매 마일스톤이 증가하며 실적 기여도가 점차 높아질 것으로 전망함. R&D 측면에서는 Sanofi의 Dupixent SC가 3Q26 임상 1상 완료, 4Q26 임상 3상 진입이 예상됨. GSK의 Jemperli와 Biogen의 felzartamab 역시 하반기 SC 제형 임상 1상 진입이 기대됨. 최근 체결된 기술이전 계약들이 빠르게 임상 개발 단계로 이어지면서 ALT-B4 적용 파이프라인의 개발 가시성도 높아지고 있음.

삼성전기 (009150)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

2,800,000

유지

현재주가

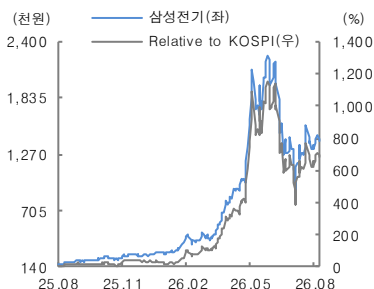
1,400,000

(26.09.02)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	6562.72
시가총액	106,068십억원
시가총액비중	1.60%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	2,270,000원 / 169,900원
120일 평균거래대금	13,000억원
외국인지분율	37.80%
주요주주	삼성전자 외 4인 23.77% 국민연금공단 9.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.6	-22.8	212.2	724.0
상대수익률	23.2	3.6	197.0	298.3



3Q 영업이익의 상향. 환율 악재는 상쇄, AI 부품 공급부족 심화

- 3Q26 영업이익은 6,363억원 (44.5% qoq), 추정/컨센서스 상회할 전망
- FC BGA, MLCC에서 AI향 매출 증가, 수주 확대 등 공급부족 심화 지속
- 3Q26 이후, 매출과 영업이익은 분기 기준의 최고를 경신, 향후 반복 예상

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 2,800,000원 유지

2026년 3Q 영업이익은 6,363억원으로 44.5%(qoq/144.5% yoy) 증가 등 종전 추정(6,130억원)과 컨센서스(5,960억원)을 상회 예상, 실적 호조의 추세가 전분기 대비 확대 중으로 판단. 매출은 3,87조원으로 11.8%(qoq/33.8% yoy) 증가 추정 등 고성장 구간에 진입. 3Q26 실적 호조(추정)의 배경은 AI 서버 및 데이터센터향, 고부가 제품인 FC BGA/MLCC 매출 증가가 예상을 상회, 높은 가동률 지속 및 고부가 매출 비중의 증가로 믹스 효과가 확대되면서 영업이익률은 16.5%(3.8%p qoq)로 추정. 2개 분기(2Q26 12.7%) 연속으로 10% 이상을 전망. 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가는 2,800,000원(2027년~2028년 주당순이익(EPS)의 평균 상단, 밸류에이션 재평가 및 할증 반영) 유지. 전기전자 업종내 최선호주 유지. 투자포인트는

- 3Q26 영업이익의 상향은 다른 IT 기업의 실적 하향 전망 대비 차별화된 투자 요인. 3Q26 평균 환율(원달러 1,452원, 9월 2일 기준)이 10% 하락한 점을 반영하더라도 종전 및 컨센서스의 상향 전망은 AI 부품인 FC BGA, MLCC의 공급부족이 심화된 것으로 분석. FC BGA는 AI 반도체 수요 증가 및 공급 증가의 한계로 가격 인상 및 장기 공급 계약 비중이 증가 확대. 또한 MLCC는 AI 및 데이터센터 중심으로 평균공급단가(ASP) 상승이 지속, 전장용과 IT용에서 높은 가동률 상황을 고려하면 가격 인상의 가능성이 이전대비 높아진 것으로 판단. FC BGA와 MLCC는 전체 생산능력의 풀 가동 상태인 동시에 경쟁사, 동종 업계내에서 공급의 한계를 보임
- 3Q26 매출과 영업이익은 분기 기준의 역대 최고 실적으로 추정. 최고의 경신은 2026년 4Q 및 2027년에 지속될 전망. 영업이익은 2Q26년 4,404억원으로 전년대비 106.7% 증가세가 2026년 3Q(144.5% yoy) 및 4Q(173.2% yoy), 2027년 1Q(145.5% yoy)까지 100% 이상의 성장으로 예상. 고성장 구간에 있다고 판단. 실적 상황과 FC BGA 이어서 MLCC까지 가격 상승 가능성이 높아진 점이 IT 대형 중 최선호주로 제시한 배경. 연간 영업이익은 2026년 120.2%(yoy) 증가한 2.0조원, 2027년 64.2%(yoy) 증가한 3.3조원, 2028년 20.6%(yoy) 증가한 3.98조원으로 최고 경신, 고성장 추정

FC BGA, MLCC : 믹스효과 및 고부가 비중이 예상을 상회, 이익 상황 상향

FC BGA, MLCC에서 AI향 및 데이터센터 비중 및 고부가의 매출 증가 등 믹스 효과가 2027년 지속적으로 확대 예상. 하이퍼스케일러의 AI향 반도체 및 데이터센터 설비투자 확대, 빅 테크의 자체적으로 AI 칩 생산이 증가하면서 수요가 예상을 상회. 공급 업체는 FC BGA에서 일본 이비덴, 삼성전기 / MLCC에서 무라타, 삼성전기 등 2사만 안정적으로 공급 가능, 고부가 중심의 비중 확대가 예상을 상회하면서 실적 상황으로 연결. MLCC는 지속적인 공급계약(2026년 3개 공시, 총 금액은 1.8조원)을 체결, 2027년 실적 상황 및 안정성 확대에 기여

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.